

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori**

Pada bagian ini akan dipaparkan mengenai teori-teori serta penelitian-penelitian terdahulu yang dijadikan landasan dalam penelitian ini.

##### **2.1.1 Teori Efisiensi Pasar**

Di dalam pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium suatu aktiva ditentukan oleh tawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan konsensus bersama antara semua partisipan pasar tentang nilai dari aktiva tersebut berdasarkan informasi yang tersedia. Jika suatu informasi baru yang relevan masuk kedalam pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva bersangkutan. Bagaimana suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien (Jogiyanto, 2013:547).

Menurut Tandelilin (2010:220), ada beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien antara lain:

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan profit. Investor-investor tersebut secara aktif berpartisipasi di pasar dengan

menganalisis, menilai, dan melakukan perdagangan saham. Mereka juga merupakan *price taker*, sehingga tindakan dari satu investor saja tidak akan mampu mempengaruhi harga dari sekuritas.

2. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang murah dan mudah.
3. Informasi yang terjadi bersifat random.
4. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas akan berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

Fama (1970) menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan, dan informasi privat, sebagai berikut:

1. **Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*Weak Form*)**. Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu (historis). Oleh karena itu, informasi historis tersebut tidak bisa lagi digunakan untuk memprediksi perubahan harga di masa yang akan datang, karena sudah tercermin pada harga saat ini. Implikasinya adalah bahwa investor tidak akan bisa memprediksi nilai pasar saham di masa datang dengan menggunakan data historis, seperti yang dilakukan dalam analisis teknikal.
2. **Efisien dalam Bentuk Semi Kuat (*semi strong*)**. Pasar efisien dalam bentuk setengah kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis ditambah dengan semua informasi

yang dipublikasikan (seperti *earning*, dividen, pengumuman *stock split*, penerbitan saham baru, kesulitan keuangan yang dialami perusahaan, dan peristiwa-peristiwa terpublikasi lainnya yang berdampak pada aliran kas perusahaan di masa datang).

3. **Efisiensi Bentuk Kuat (*strong form*).** Pasar efisiensi dalam bentuk kuat berarti harga pasar saham yang terbentuk sekarang telah mencerminkan informasi historis dan ditambah semua informasi yang dipublikasikan ditambah dengan informasi yang tidak dipublikasikan. Pada pasar efisiensi bentuk kuat tidak akan ada seorang investor pun yang bisa memperoleh return tak normal.

### 2.1.2 Dividen

Pengertian dividen menurut Haryono Jusup (1995:317) dalam Kurniawan (2009) adalah bagian dari laba perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham. Apabila dewan komisaris mengumumkan pembagian dividen, maka pemegang saham preferen akan mendapat sejumlah dividen tahunan tertentu sebelum ditentukan dividen untuk pemegang saham biasa.

Selain *capital gain*, keuntungan yang diharapkan oleh para investor saham adalah dividen. Namun biasanya untuk mendapatkan dividen seorang investor harus bersedia untuk menahan saham tersebut selama beberapa waktu. Besarnya dividen yang akan dibagikan suatu perusahaan tergantung dari laba yang diperoleh oleh perusahaan dan juga hasil dari rapat Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Pengumuman yang menyatakan bahwa suatu perusahaan memutuskan untuk melakukan pembayaran dividen akan diartikan oleh penanam modal sebagai

berita baik, karena dividen perusahaan yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin arus kas pada masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi ((Weston and Copeland, 1997:145) dalam Kurniawan (2009)). Inilah yang menunjukkan bahwa dividen mempunyai kandungan informasi yang cukup kuat tentang kondisi internal dan masa depan suatu perusahaan sehingga dapat menimbulkan reaksi pasar dan mempengaruhi perubahan harga saham.

Menurut John E. Junarsin dalam Anindhita 2010, ketika sebuah perusahaan memperoleh laba bersih (*net income*) dan tingkat *cash flows* pada suatu periode tertentu, manajemen dihadapkan pada keputusan pemanfaatan laba tersebut. Dua alternatif penggunaan utama laba adalah: (1) dibagikan sebagai dividen atau (2) ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*). Keputusan inilah yang dikenal sebagai kebijakan dividen, yaitu menentukan seberapa besar atau proporsi laba yang akan dibagikan sebagai dividen. Dalam mendesain dan mengimplementasikan kebijakan tersebut, terdapat *trade-off* yang harus diperhatikan.

Jika perusahaan meningkatkan dividen, pemegang saham atau pemilik perusahaan akan memperoleh *cash flows* namun pertumbuhan perusahaan berpotensi menurun karena *cash flows* tersebut semestinya dapat digunakan untuk reinvestasi. Di sisi lain, jika perusahaan mengurangi dividen, pertumbuhan perusahaan mungkin akan meningkat namun pemegang saham akan menerima *cash flows* yang lebih sedikit sehingga secara sekilas kemakmuran pemegang saham juga terpengaruh. Penurunan nilai nominal dividen dapat membawa konsekuensi positif dan negatif bagi harga saham perusahaan, tergantung dari sudut pandang dan keadaan perusahaan.

Dalam dunia keuangan, pada dasarnya terdapat tiga konsep tentang kebijakan dividen (John E. Junarsin dalam Anindhita 2010), yaitu:

1. *Irrelevance theory*. Teori ini menganggap bahwa kebijakan dividen tidak membawa dampak apa-apa bagi nilai perusahaan. Jadi, peningkatan atau penurunan dividen oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan.
2. *Bird-in-the-hand theory*. Teori ini berpendapat bahwa investor menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Dengan demikian, semakin tinggi dividen yang dibagikan, semakin tinggi pula nilai perusahaan.
3. *Tax preference theory*. Menurut teori ini, investor tidak terlalu menyukai dividen karena dividen tidaklah *tax deductible*.

Teori dividen yang relevan untuk digunakan dengan adanya pengumuman pembayaran dividen adalah *signalling theory*. Seperti yang dijelaskan oleh Doddy Setiawan dan Jogianto Hartono (2003:133) dalam Kurniawan (2010) bahwa manajer mengetahui prospek perusahaan di masa depan, sedangkan investor tidak. Manajer dapat menggunakan dividen, yang merupakan sinyal yang baik, untuk mengurangi kesenjangan informasi. Inilah salah satu penyebab kenapa pengumuman pembayaran dividen dapat mempengaruhi harga saham. Ide dasar dalam model ini adalah bahwa perusahaan melakukan penyesuaian dividen untuk menunjukkan sinyal akan prospek perusahaan. Yang membuat metode ini menjadi kompleks adalah kenyataan bahwa dividen yang meningkat oleh suatu perusahaan dapat diterjemahkan sebagai sinyal positif, namun dapat pula diartikan sebagai sinyal

negatif. Dimulai dari sinyal positif terlebih dahulu, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai sinyal bahwa perusahaan telah menunjukkan kinerjanya dengan baik dan penurunan dividen menunjukkan kinerja perusahaan yang buruk.

Argumen ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan membayarkan dividen yang disesuaikan dengan laba bersih. Pada dasarnya, perusahaan cenderung meningkatkan dividen jika terdapat tingkat profitabilitas yang tinggi di masa depan dan menurunkan dividen jika manajemen yakin bahwa tidak terdapat *cash flows* yang dapat mendukung pembayaran dividen. Perubahan pembayaran dividen ini mengandung informasi yang memungkinkan investor merevisi prediksi mereka tentang prospek perusahaan dan akibatnya terjadi penyesuaian harga saham ketika perubahan dividen diumumkan. Di sekitar tanggal pengumuman dividen, peningkatan dividen secara umum menimbulkan *abnormal return* yang positif bagi investor. Hal ini disebabkan karena pada umumnya peningkatan dividen diinterpretasi sebagai sebuah kebijakan yang mengandung informasi baik dalam kaitannya dengan prospek perusahaan di masa mendatang.

Namun demikian, peningkatan dividen dapat pula menjadi sinyal negatif bagi investor. Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dapat dianggap sebagai perusahaan yang sudah tidak berprospek di masa mendatang. Karena dividen pada dasarnya adalah sisa dana yang dibagikan karena kebutuhan reinvestasi sudah terpenuhi, maka dividen yang tinggi dapat mengandung arti tidak adanya investasi yang prospektif di masa mendatang.

Dalam kondisi perekonomian normal, tindakan manajemen yang menyebabkan pendapatan dividen meningkat (*changes in expected return*) akan

meningkatkan nilai saham. Sebaliknya, tindakan manajemen yang dapat meningkatkan risiko (*changes in risk*) akan meningkatkan *required return* dan menurunkan nilai saham dan sebaliknya. Karena keputusan manajemen, terutama yang berkaitan dengan masalah finansial perusahaan, seringkali mempengaruhi baik risiko maupun return secara bersamaan, maka dampak terhadap nilai saham tergantung kepada ukuran besar-kecilnya perubahan variabel-variabel tersebut. Dampak lain yang ditimbulkan oleh kebijakan dividen adalah bahwa kebijakan tersebut secara langsung akan berpengaruh negatif dengan *leverage* keuangan perusahaan (Pujiono, 2002) dalam Haryanto. Artinya, *debt to equity ratio* akan meningkat sesuai dengan proporsi dividen yang akan dibagikan. Meningkatnya nilai *leverage* maka penilaian terhadap perusahaan menjadi buruk yang selanjutnya akan mempengaruhi harga saham di pasar.

### **2.1.3 Teori Pasar Modal**

Pasar modal (*capital market*) merupakan tempat saling bertemunya antara pihak yang kelebihan dana (investor) dengan pihak yang membutuhkan dana (*emitten*). Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Seperti pasar modal pada umumnya, definisi ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia dibentuk sebagai sarana penghubung antara investor dengan perusahaan atau institusi pemerintah.

Menurut Jogiyanto (2013) pasar modal dapat dikelompokkan menjadi empat jenis, antara lain;

1. **Pasar Primer (*Primary Market*)**. Pasar primer ini adalah tempat menjual surat berharga yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk pertama kali. Surat berharga yang baru dijual dapat berupa penawaran perdana ke publik (*initial public offering* atau IPO) atau tambahan surat berharga baru jika perusahaan sudah *going public* (sekuritas tambahan ini sering disebut *seasoned new issues*).
2. **Pasar Sekunder (*Secondary Market*)**. Pasar sekunder ini adalah tempat dimana sekuritas yang telah dikeluarkan oleh perusahaan di pasar primer dijual secara bebas oleh investor.
3. **Pasar Ketiga (*Third Market*)**. Pasar ketiga merupakan pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua (pasar sekunder) tutup. Pasar ketiga dijalankan oleh broker yang mempertemukan penjual dan pembeli pada saat pasar kedua (pasar sekunder) tutup.
4. **Pasar Keempat (*Fourth Market*)**. Pasar ini merupakan pasar modal yang dilakukan di antara institusi berkapasitas besar untuk menghindari komisi untuk broker. Pasar keempat umumnya menggunakan jaringan komunikasi untuk memperdagangkan saham dalam jumlah blok yang besar.

#### 2.1.4 Pelaku Pasar Modal

Ada tiga pihak yang paling utama terlibat dalam perdagangan sekuritas di pasar modal Indonesia, yaitu perusahaan (dan pemerintah), bursa efek, dan investor (Tandelilin, 2010:62). Akan tetapi, kegiatan yang berhubungan dengan pasar modal



Indonesia sesungguhnya dilakukan oleh banyak pihak terkait. Berikut ini akan diuraikan secara singkat masing-masing komponen dalam struktur pasar modal Indonesia.

### **1. Otoritas Jasa Keuangan (OJK)**

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dibentuk berdasarkan Undang-undang No. 21 Tahun 2011. Visi dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) adalah menjadi lembaga pengawas industri jasa keuangan yang terpercaya, melindungi kepentingan konsumen dan masyarakat, dan mampu mewujudkan industri jasa keuangan menjadi pilar perekonomian nasional yang berdaya saing global serta dapat memajukan kepentingan umum. Berdasarkan Pasal 1 dari Undang-undang No. 21 Tahun 2011 ini menjelaskan bahwa Otoritas Jasa Keuangan, yang selanjutnya disingkat OJK, adalah lembaga yang independen dan bebas dari campur tangan pihak lain, yang mempunyai fungsi, tugas, wewenang pengaturan, pengawasan, pemeriksaan, dan penyidikan.

### **2. Emiten**

Emiten merupakan sebutan bagi perusahaan yang menerbitkan saham atau obligasi (*bond*) dan pembelinya adalah masyarakat umum.

- a. Emiten saham menjual saham melalui penawaran umum baik penawaran umum perdana (IPO) kepada investor publik, penawaran kepada pemegang saham yang ada (*right issue*), maupun penawaran saham berikutnya (*seasoned equity offering*).
- b. Emiten obligasi menjual obligasi melalui penawaran umum baik IPO maupun penawaran obligasi berikutnya.

### 3. Bursa Efek

Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek antara mereka. Di bursa efek, emiten dapat mencatatkan saham atau obligasinya dan diperdagangkan antar investor.

### 4. *Self Regulatory Organizations (SRO)*

SRO adalah organisasi yang mempunyai kewenangan untuk membuat peraturan yang berhubungan dengan kegiatan usahanya. Saat ini SRO terdiri dari tiga pihak, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI), Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP), dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP).

### 5. Perusahaan Efek

Perusahaan efek atau disebut perusahaan sekuritas adalah perusahaan yang memiliki satu atau gabungan tiga kegiatan berikut ini.

#### a. Penjamin emisi efek

Penjamin emisi efek (*underwriter*) adalah salah satu aktivitas pada perusahaan efek yang melakukan kontrak dengan emiten untuk melaksanakan penawaran umum dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual (*full commitment and non full commitment*).

#### b. Perantara pedagang efek

Perantara pedagang efek (*broker dealer*) atau perusahaan pialang adalah salah satu aktivitas pada perusahaan efek yang melakukan kegiatan usaha jual-beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain.

c. Manajer investasi

Manajer investasi (*investment manager*) adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabah atau mengelola Portofolio Investasi Kolektif untuk sekelompok nasabah kecuali perusahaan asuransi, dana pension, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

**6. Lembaga Penunjang Pasar Modal**

Lima lembaga penunjang pasar modal berikut ini merupakan lembaga yang menyediakan kegiatan yang membantu terselenggaranya pasar modal yang sehat.

a. Biro Administrasi Efek (*Securities Administration Bureau*)

Biro administrasi efek adalah pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan pemilikan efek dalam pembagian hak yang berkaitan dengan efek.

b. Kustodian

Kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain berkaitan dengan efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen, bunga, dan hak lain, menyelesaikan transaksi efek dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.

c. Wali Amanat

Wali amanat (*trustee*), adalah pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek bersifat utang.

d. Penasihat Investasi

Penasihat (*investment advisor*) adalah pihak yang memberi nasihat kepada pihak lain mengenai mengenai penjualan atau pembelian efek.

e. Pemeringkat Efek

Pemeringkat efek (*rating agencies*) merupakan lembaga yang dapat menjembatani kesenjangan informasi antara emiten dan investor dengan menyediakan informasi standar atas tingkat risiko kredit suatu perusahaan.

## 7. Investor

Investor adalah pihak yang menginvestasikan dana pada sekuritas. Investor dapat dibedakan ke dalam investor perseorangan (*individual investor*) atau institusional (*institutional investor*). Investor perseorangan mewakili dirinya sendiri sedangkan investor institusional mewakili sebuah lembaga, contohnya asuransi, reksa dana, dana pension, dan sebagainya.

### 2.1.5 Teori Investasi

Setiap orang dihadapkan pada berbagai pilihan dalam menentukan proporsi dana atau sumber daya yang mereka miliki untuk konsumsi saat ini dan di masa yang akan datang. Investasi dapat diartikan sebagai komitmen untuk menanamkan sejumlah dana pada saat ini dengan tujuan memperoleh keuntungan pada masa yang akan datang. Dengan kata lain, investasi merupakan komitmen untuk mengorbankan konsumsi sekarang (*sacrifice current consumption*) dengan tujuan memperbesar konsumsi di masa datang (Tandelilin, 2010:1).

Dalam melakukan investasi, setiap investor pasti mengharapkan keuntungan atas investasi yang dilakukannya guna memenuhi kebutuhan konsumsi di masa datang. Berikut ini adalah beberapa tujuan seorang investor melakukan investasi (Tandelilin, 2010) :

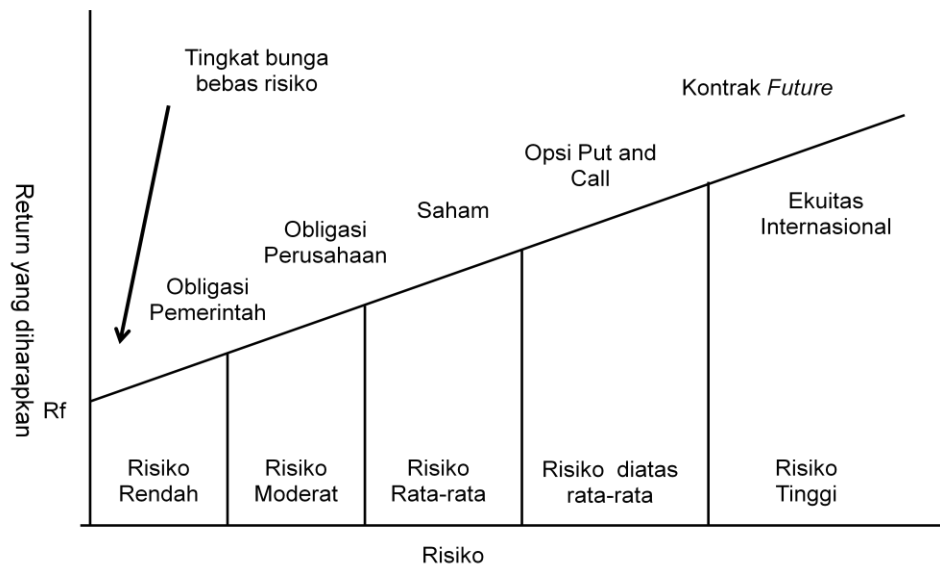
1. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang. Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu ke waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang.
2. Mengurangi tekanan inflasi. Dengan melakukan investasi dalam pemilihan perusahaan atau obyek lain, seseorang dapat menghindarkan diri dari risiko penurunan nilai kekayaan atau hak miliknya akibat adanya pengaruh inflasi.
3. Dorongan untuk menghemat pajak. Beberapa Negara di dunia banyak melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada bidang-bidang usaha tertentu.

Hal mendasar dalam proses keputusan investasi adalah pemahaman hubungan antara return harapan dan risiko suatu investasi. Hubungan risiko dan return harapan dari suatu investasi merupakan hubungan yang searah dan linear. Artinya, semakin besar return harapan, semakin besar pula tingkat risiko yang harus dipertimbangkan oleh investor. Dasar keputusan investasi terdiri dari tingkat return harapan, tingkat risiko serta hubungan antara return dan risiko (Tandelilin, 2010). Berikut akan dibahas masing-masing dasar keputusan investasi tersebut.

1. **Return.** Alasan utama orang berinvestasi adalah untuk memperoleh keuntungan. Dalam konteks manajemen investasi tingkat keuntungan investasi disebut sebagai return. Suatu hal yang wajar jika investor menuntut tingkat return tertentu atas dana yang diinvestasikannya. Return harapan investor dari investasi yang dilakukannya merupakan kompensasi atas biaya kesempatan (*opportunity cost*) dan risiko penurunan daya beli akibat adanya pengaruh inflasi. Dalam konteks manajemen investasi, perlu dibedakan antara return harapan (*expected return*) dan return aktual atau yang terjadi (*realized return*). Return harapan merupakan tingkat return yang diantisipasi investor di masa datang sedangkan return aktual atau return yang terjadi merupakan tingkat return yang telah diperoleh investor pada masa lalu.
2. **Risiko.** Sudah sewajarnya jika investor mengharapkan return yang tinggi dari investasi yang dilakukannya, namun berapa besar risiko yang harus ditanggungnya perlu dipertimbangkan. Risiko sendiri yang berbeda dengan return harapan. Investor yang rasional tentunya tidak akan menyukai ketidakpastian atau risiko. Sikap investor terhadap risiko akan sangat tergantung kepada preferensi investor tersebut terhadap risiko. Investor yang berani akan memilih tingkat risiko investasi yang lebih tinggi yang diikuti oleh tingkat return harapan yang tinggi pula. Demikian pula sebaliknya, investor yang tidak mau mengambil tingkat risiko yang terlalu tinggi tentunya tidak akan bisa mengharapkan tingkat return yang tinggi pula.

3. **Hubungan Tingkat Risiko dan Return Harapan.** Seperti yang sudah dijelaskan, bahwa hubungan antara tingkat risiko dan return harapan adalah hubungan yang searah dan linear, artinya semakin besar tingkat risiko atas suatu investasi maka akan semakin besar pula tingkat return harapan atas investasi tersebut. Hubungan risiko dan tingkat return harapan akan digambarkan pada gambar 2.1 berikut ini.

**Gambar 2.1 Hubungan Risiko dan Return Harapan**



Sumber: Portofolio dan Investasi. Teori dan Aplikasi, Prof. Dr. Eduardus Tandililin (2010).

Pada gambar di atas dijelaskan bahwa garis vertikal menunjukkan besarnya tingkat return harapan dari masing-masing jenis investasi, sedangkan garis horizontal memperlihatkan risiko yang ditanggung investor. Titik  $R_f$  menunjukkan tingkat return bebas risiko (*risk-free rate*). Kesimpulan yang bisa ditarik dari pola hubungan antara risiko dan return harapan adalah bahwa risiko dan return harapan mempunyai hubungan yang searah dan linear, artinya semakin tinggi tingkat risiko

suatu investasi maka semakin tinggi pula tingkat return harapan dari investasi tersebut dan begitu pula sebaliknya.

#### **2.1.6 Event Study**

Menurut Jogiyanto (2013), studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika menggunakan *abnormal return*, maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Menurut Tandelilin (2010), dalam penelitian *event study*, peristiwa yang menjadi fokus penelitian dapat dikelompokkan kedalam beberapa jenis, antara lain:

- 1. Studi Peristiwa Konvensional.** Studi peristiwa konvensional mempelajari respons pasar terhadap peristiwa-peristiwa yang seringkali terjadi dan diumumkan secara terbuka oleh emiten di pasar modal. Karakteristik studi peristiwa konvensional antara lain; 1). Pemicu peristiwa yang sama dapat terjadi pada perusahaan lainnya namun pada umumnya tidak dilakukan pada



waktu yang sama, 2). Peristiwa bersifat umum dan rutin dalam suatu perusahaan, 3). Interval waktu bervariasi dari interval terpendek hingga tahunan, 4). Dampak peristiwa hanya terjadi pada perusahaan bersangkutan, 5). Tidak terdapat peristiwa lain yang berdekatan.

2. **Studi Peristiwa Kluster.** Studi peristiwa kluster mempelajari respon pasar terhadap peristiwa yang diumumkan secara terbuka yang terjadi pada waktu yang sama dan berdampak pada kelompok perusahaan tertentu. Karakteristik dari studi ini adalah pemicu peristiwa bersifat tunggal dan peristiwa yang terjadi berdampak pada sekelompok perusahaan. Respon pasar dalam studi kluster cenderung lebih sulit untuk diprediksi. Hal ini disebabkan oleh peristiwa kluster bukanlah peristiwa yang sering terjadi sehingga investor mungkin belum memahami kandungan informasi dari suatu peristiwa apakah akan berdampak positif atau negatif terhadap aliran kas perusahaan.
3. **Studi Peristiwa Tak Terduga.** Studi ini merupakan varian dari studi peristiwa kluster. Studi ini mempelajari respon pasar terhadap suatu peristiwa yang tidak terduga. Karakteristik utama dari studi ini adalah peristiwa yang tak terduga. Penelitian tentang peristiwa tak terduga relatif belum banyak dilakukan, selain karena sifat peristiwa yang sangat jarang terjadi, terkadang tidak semua peristiwa tak terduga relevan dengan peristiwa yang terkait dengan pasar modal.
4. **Studi Peristiwa Berurutan (*Sequential Event*).** Studi ini mempelajari respon pasar terhadap serangkaian peristiwa-peristiwa yang terjadi secara berurutan dalam situasi ketidakpastian yang tinggi. Dalam hal ini kecepatan dan ketepatan informasi menjadi kunci dari respon pasar.

Penelitian *event study* umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham. Menurut Tandililin (2010:240), standar metodologi yang biasanya digunakan dalam *event study* adalah sebagai berikut:

1. Mengumpulkan Sampel, yaitu perusahaan-perusahaan yang mempunyai pengumuman yang mengejutkan pasar (*event*). Perubahan harga dapat terjadi jika ada *event* yang mengejutkan pasar, misalnya adanya pengumuman perusahaan yang akan melakukan merger, pengumuman suatu perusahaan akan membagikan dividen, *stock split* dan lain sebagainya.
2. Mengidentifikasi hari pengumuman atau *event*.
3. Menentukan periode analisis. Periode analisis dibagi menjadi dua, yaitu: 1) periode estimasi untuk menghitung return harapan  $E(R_i)$  dan 2) periode pengamatan (jendela) untuk menghitung return aktual dan return tak normal.
4. Menghitung return aktual masing-masing sampel setiap hari selama periode pengamatan.
5. Menghitung return tak normal, yang dihitung dengan mengurangi return aktual yang sebenarnya terjadi dengan return harapan.
6. Menghitung rata-rata return tak normal semua sampel setiap hari.
7. Terkadang return tak normal harian tersebut digabungkan untuk menghitung return tak normal kumulatif selama periode tertentu.
8. Mempelajari dan mendiskusikan hasil yang diperoleh.

### 2.1.7 Saham

Suatu perusahaan dapat menjual hak kepemilikannya kepada publik dalam bentuk saham (*stock*). Jika suatu perusahaan hanya menerbitkan satu kelas saham saja, maka saham ini disebut sebagai saham biasa (*common stock*). Namun biasanya untuk menarik investor, suatu perusahaan tidak hanya mengeluarkan satu kelas saham saja tetapi juga mengeluarkan saham kelas lainnya yang disebut dengan saham preferen. (Jogiyanto, 2013). Perbedaan antara saham biasa dan saham preferen akan diuraikan sebagai berikut:

1. Saham Biasa (*Common Stock*)

Pemegang saham adalah pemilik dari perusahaan yang mewakilkan kepada manajemen untuk menjalankan operasi perusahaan. Beberapa hak yang dimiliki oleh pemegang saham biasa adalah hak control, hak menerima pembagian keuntungan, hak *preemptive*, dan hak klaim sisa.

2. Saham Preferen (*Preferred Stock*)

Saham preferen mempunyai sifat gabungan antara obligasi (*bond*) dan saham biasa. Seperti obligasi yang membayarkan bunga atas pinjaman, saham preferen juga memberikan hasil yang tetap berupa dividen preferen. Seperti saham biasa, dalam hal likuidasi, klaim pemegang saham preferen dibawah klaim pemegang obligasi. Dibandingkan dengan saham biasa, saham preferen mempunyai beberapa hak, yaitu hak atas dividen tetap dan hak pembayaran terlebih dahulu jika terjadi likuidasi.

Sebelum melakukan investasi, tentunya seorang investor akan mempertimbangkan kedalam perusahaan mana dia akan menginvestasikan

dananya agar dapat memperoleh keuntungan yang maksimal. Nilai suatu perusahaan dicerminkan dalam harga sahamnya. Jika harga saham semakin tinggi, maka nilai perusahaan akan dianggap tinggi juga. Menurut Mandala Manurung dan Prathama Rahardja (2004:96) dalam Primadianti (2010), ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi harga saham suatu perusahaan, antara lain:

### **1. Faktor-faktor Ekonomi**

Faktor-faktor ekonomi yang paling diperhatikan dalam penentuan harga saham suatu perusahaan adalah perkembangan tingkat bunga dan nilai tukar.

### **2. Faktor-faktor Pasar**

Faktor pasar adalah faktor-faktor yang terkait dengan aktifitas di pasar saham, yaitu: *January effect* dan *trend*.

### **3. Karakteristik Perusahaan**

Harga saham tidak hanya ditentukan oleh kondisi makro ekonomi dan pasar saham, tetapi juga karakteristik perusahaan itu sendiri.

- a. Perubahan Kebijakan Dividen. Perubahan kebijakan dividen dapat menyebabkan persepsi terhadap perusahaan berubah, yang menyebabkan harga saham berubah. Perusahaan yang menaikkan dividen dinilai kondisi keuangannya semakin baik dan begitu pula sebaliknya.
- b. Penawaran dan Pembelian Kembali Saham. Peningkatan jumlah saham yang ditawarkan dapat ditafsirkan bahwa bagi perusahaan penerbit saham, nilai sahamnya terlalu tinggi, sehingga menguntungkan jika terus menjual sahamnya. Tetapi langkah ini bagi

investor dapat merupakan sinyal negatif tentang perkembangan perusahaan. Sebaliknya perusahaan yang membeli kembali sahamnya berpandangan saham tersebut dinilai terlalu rendah. Hal ini merupakan sinyal positif bagi investor untuk membeli saham perusahaan tersebut.

#### 4. Peringkat Saham

Saham diperjualbelikan di pasar modal, khususnya pasar sekunder, adalah saham biasa (*Common Stock*). Karena motivasi pembeli saham adalah dividen dan keuntungan jual beli (*capital gain*), maka saham-saham yang dicari adalah saham-saham yang sangat baik. Untuk keperluan itulah disusun peringkat saham atau klasifikasi saham.

##### 2.1.8 *Abnormal Return*

Menurut Jogiyanto (2013) *abnormal return* merupakan selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian. Untuk menghitung *abnormal return* dapat digunakan rumus berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

dimana:

$AR_{it}$  : *abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{it}$  : return sesungguhnya untuk sekuritas ke-i pada periode ke-t

$E(R_{it})$  : return ekspektasi untuk sekuritas ke-i pada periode ke-t

Untuk mendapatkan nilai return sesungguhnya dapat digunakan rumus (Jogiyanto, 2013):

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

dimana:

$R_{i,t}$  : return saham i pada periode t

$P_{i,t}$  : harga penutupan saham i pada periode t

$P_{i,t-1}$  : harga penutupan saham i pada periode t-1

Sedangkan untuk menghitung return harapan menurut Brown dan Warner dalam Eduardus Tandelilin (2010) dapat menggunakan pendekatan tiga model, yaitu:

1. *Mean-adjusted returns*

Apabila pasar adalah efisien dan return saham bervariasi secara random di sekitar nilai sebenarnya (*true value*), maka rata-rata return sekuritas yang dihitung pada periode sebelumnya dapat digunakan sebagai return harapan.

Formulanya adalah sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \bar{R}_t$$

dimana:

$AR_{i,t}$  = return tak normal sekuritas i pada hari t

$R_{i,t}$  = return aktual sekuritas i pada hari t

$\bar{R}_t$  = rata-rata return sekuritas i selama sekian hari sebelum hari t

## 2. *Market-adjusted return*

Pergerakan saham-saham individual sering dihubungkan dengan pergerakan bersama dalam pasar. Untuk itu, satu teknik menghitung return tak normal adalah dengan menghilangkan pengaruh pasar terhadap return harian sekuritas. Return tak normal dihitung dengan mengurangkan return pasar pada hari  $t$  ( $R_{M,t}$ ) dari return saham. Formula perhitungannya adalah sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{it} - R_{M,t}$$

## 3. *Market model return*

Teknik ini menggambarkan hubungan antara sekuritas dengan pasar dalam sebuah persamaan regresi linear sederhana antara return sekuritas dengan return pasar. *Market model* digambarkan dengan persamaan berikut:

$$R_i = \alpha_1 + \beta_i R_m + e_i$$

Keterangan :

$\alpha_1$  = intersep dalam regresi untuk sekuritas  $i$

$\beta_i$  = koefisien regresi yang menyatakan slope garis regresi

$e_i$  = kekeliruan regresi

### 2.1.9 Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang reaksi pasar modal terhadap peristiwa pengumuman pembagian dividen telah banyak dilakukan. Oleh sebab itu dalam penelitian ini penulis menggunakan beberapa penelitian terdahulu sebagai bahan rujukan yang berguna sebagai dasar penyusunan kerangka pikir penelitian serta untuk melihat persamaan dan perbedaan dalam penelitian ini dengan penelitian sebelumnya.

Secara ringkas, hasil dari penelitian terdahulu tentang reaksi pasar modal terhadap peristiwa pengumuman pembagian dividen dapat dilihat dalam tabel 2.1 berikut ini:

**Tabel 2.1: Penelitian Terdahulu**

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1	Etika Wiki Primadianti (2010)	Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Pengumuman Dividen Kas Tahun 2007-2008 Pada Saham LQ45	Indeks LQ45	Event Study	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Pasar bereaksi negatif terhadap penurunan pembayaran dividen</li> <li>2. Pasar bereaksi positif terhadap kenaikan pembayaran dividen</li> </ol>
2	Iwan Kurniawan (2009)	Reaksi Bursa Efek Indonesia Sebagai Dampak Adanya Pengumuman Dividen Periode 2004-2007	Manufaktur <i>Go-Public</i>	Event Study	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Terdapat abnormal return dan kenaikan TVA pada saat pengumuman dividen</li> <li>2. Pasar modal belum efisien setengah kuat secara informasi</li> </ol>
3	Galih Anindhita (2010)	Analisis Reaksi Pasar Atas Pengumuman Dividen Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date Kelompok Cash Dividen Naik dan Turun Tahun 2004-2006	Kelompok Cash Dividen Final naik dan turun perusahaan yang terdaftar di BEJ	Event Study	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Pada kelompok dividen turun tidak terjadi perbedaan AAR secara signifikan</li> <li>2. Pada kelompok dividen naik terjadi reaksi negatif oleh investor</li> </ol>



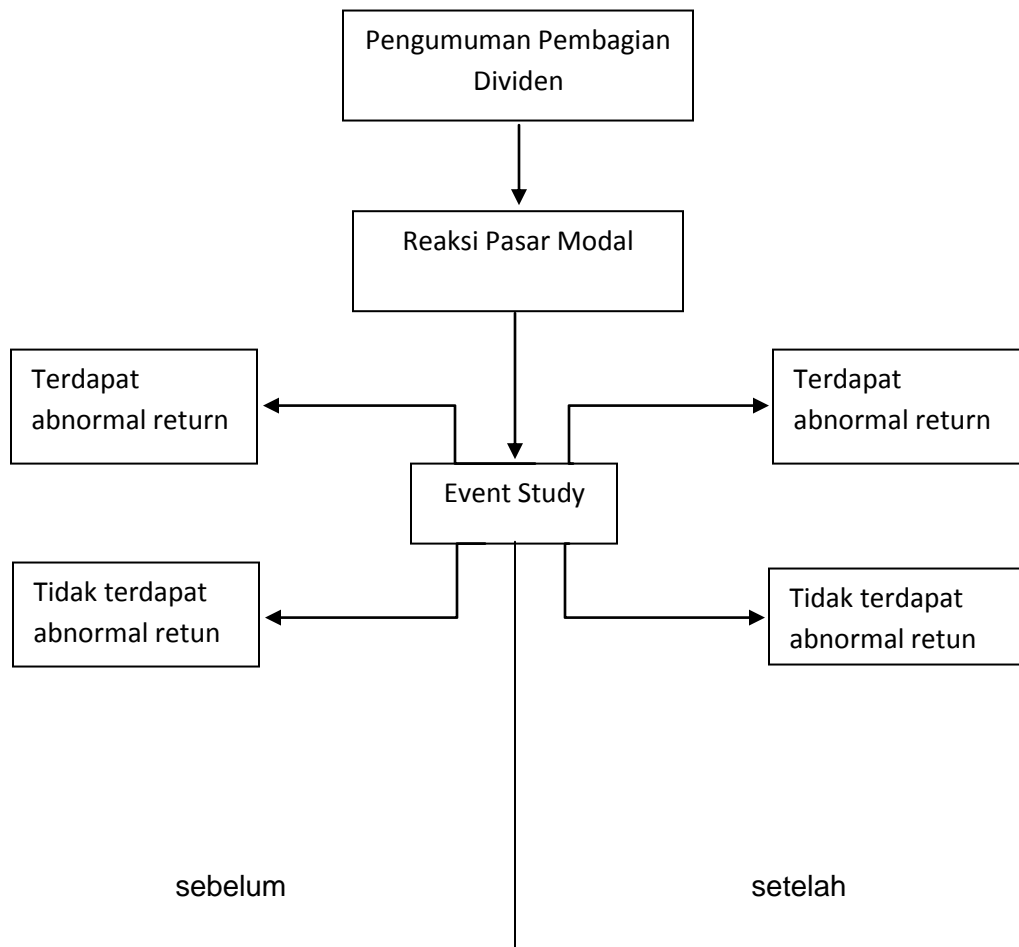
Lanjutan tabel 2.1: Penelitian Terdahulu

4	Iwan Fadli Rohayadi (2010)	Analisis Perbedaan Abnormal Return dan Likuiditas Saham Sebelum dan Sesudah Ex-Dividen Date	Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2007	Event Study	Tidak terdapat perbedaan abnormal return dan trading volume activity sebelum dan sesudah ex-dividen date
5	Rizky Amelia R (2007)	Analisis Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Perusahaan Manufaktur Tahun 2004-2005	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ	Event Study	1. Tahun 2004 pasar merespon pengumuman dividen 2. Tahun 2005 pasar tidak merespon pengumuman dividen
6	Edhi Wibawanto (2010)	Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham	Perusahaan Food and Beverage yang go-public di BEJ	Event Study	Harga saham sebelum dan sesudah pengumuman dividen tidak terdapat perbedaan yang signifikan
7	Dedi Prananda (2006)	Analisis Reaksi Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham dan Volume Perdagangan Saham	Sektor Perbankan yang go public di BEJ tahun 2005	Event Study	Pengumuman dividen mempunyai reaksi signifikan pada pasar modal Indonesia
8	Lisia Apriani (2005)	Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Kenaikan/Penurunan Dividen	Perusahaan utilitas publik dan perusahaan industry tidak diregulasi tahun 1999-2003	Event Study	1. Pasar bereaksi kuat terhadap pengumuman kenaikan/penurunan dividen oleh utilitas publik 2. Pasar bereaksi tidak begitu kuat pada perusahaan industry tidak diregulasi

Dari uraian mengenai penelitian terdahulu di atas, dapat diketahui bahwa sebagian besar pasar bereaksi terhadap peristiwa pengumuman pembagian dividen namun ada juga sebagian hasil dari penelitian terdahulu yang menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap peristiwa pengumuman pembagian dividen. Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penelitian ini berusaha untuk membandingkan pengaruh pengumuman dividen terhadap perusahaan BUMN dengan perusahaan swasta dan juga periode penelitian yang berbeda yaitu pada tahun 2013.

## **2.2 Kerangka Pikir**

Fokus dari penelitian ini adalah untuk membandingkan bagaimana reaksi pasar terhadap suatu informasi yaitu pengumuman pembagian dividen yang dilakukan oleh perusahaan BUMN dengan perusahaan swasta yang ditunjukkan dengan ada atau tidaknya *abnormal return* yang diterima oleh investor pada periode sekitar pengumuman. Berikut akan disajikan gambar dari kerangka pemikiran dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

**Gambar 2.2: Kerangka Pikir Penelitian**

sumber: penulis 2015

### 2.3 Hipotesis

Berdasarkan tujuan penelitian, rumusan masalah serta teori-teori yang telah dikemukakan di atas, maka hipotesis penelitian yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

### 1. Hipotesis 1

$H_{o1}$  : Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar antara peristiwa pengumuman pembagian dividen yang dilakukan oleh BUMN dan BUMS.

$H_{a1}$  : Terdapat perbedaan reaksi pasar antara peristiwa pengumuman pembagian dividen yang dilakukan oleh BUMN dan BUMS.

### 2. Hipotesis 2

a.  $H_{o2}$  : Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar secara signifikan pada periode sebelum dan setelah informasi pengumuman pembagian dividen pada sektor primer.

$H_{a2}$  : Terdapat perbedaan reaksi pasar secara signifikan pada periode sebelum dan setelah informasi pengumuman pembagian dividen pada sektor primer.

b.  $H_{o2}$  : Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar secara signifikan pada periode sebelum dan setelah informasi pengumuman pembagian dividen pada sektor sekunder.

$H_{a2}$  : Terdapat perbedaan reaksi pasar secara signifikan pada periode sebelum dan setelah informasi pengumuman pembagian dividen pada sektor sekunder.

c.  $H_{o2}$  : Tidak terdapat perbedaan reaksi pasar secara signifikan pada periode sebelum dan setelah informasi pengumuman pembagian dividen pada sektor tersier.

$H_{a2}$  : Terdapat perbedaan reaksi pasar secara signifikan pada periode sebelum dan setelah informasi pengumuman pembagian dividen pada sektor tersier.